

水泥企业后发展期增量，关注三大主线

—— 2018年建材行业投资策略

证券分析师：刘晓宁 A0230511120002

联系人：戴铭余

2017.11.22

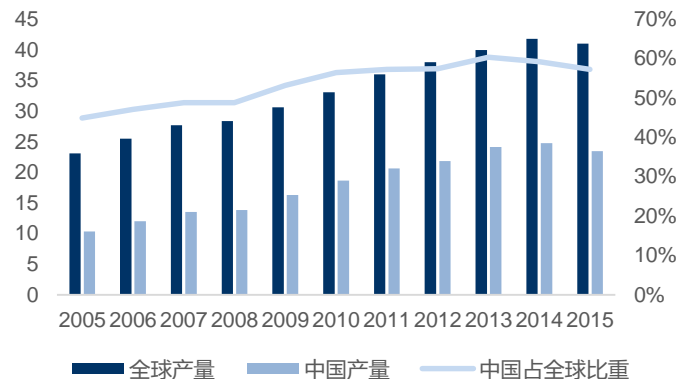
主要内容

1. 从行业发展看水泥
2. 从产业链看水泥
3. 从细分领域看水泥
4. 从投资角度看水泥

1.1.1 中国水泥现状：大而不强

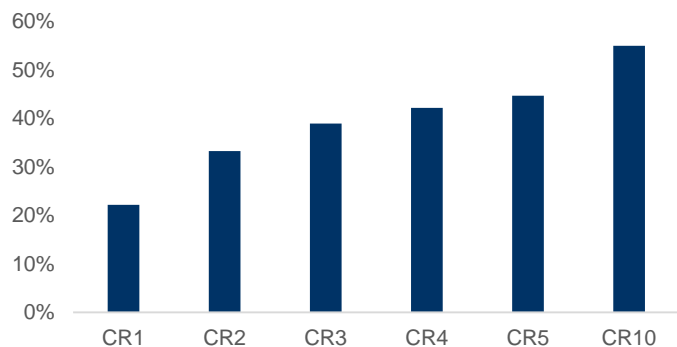
- 截至2016年，中国水泥产量24.03亿吨，占全球60%，在运熟料生产线1563余条，产能约18亿吨
- 前十名水泥企业熟料产能占比55%；水泥产能占比40%
- 供给过剩逐年严重，2016年产能利用率下滑至74%

中国水泥产量占全球60% (单位：亿吨)



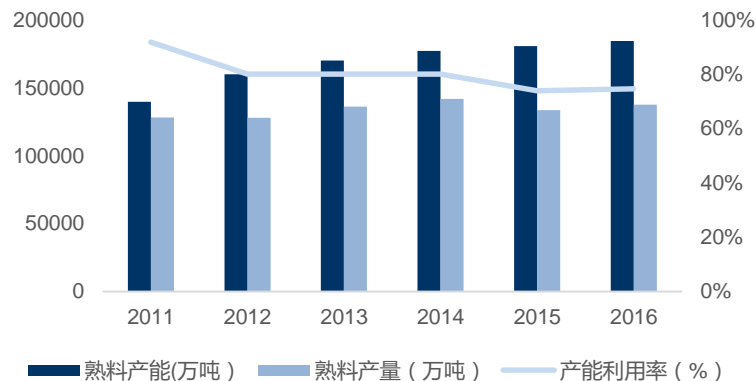
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

国内水泥集中度



资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

2011年-2016年熟料产能、产量、利用率



资料来源: Wind, 申万宏源研究

1.1.2 中国水泥格局：南强北弱

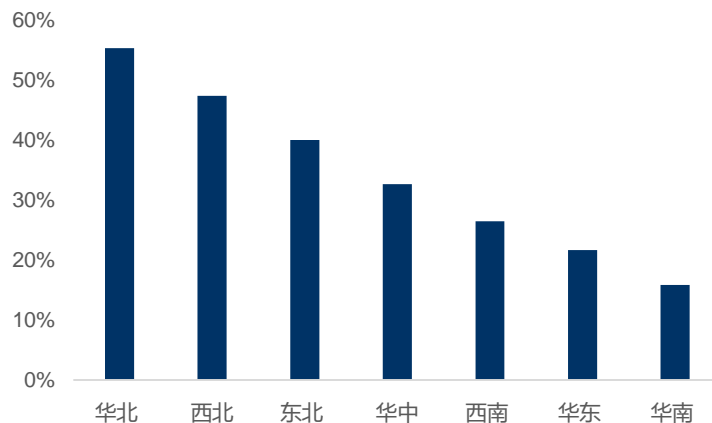
- 供需关系南强北弱
- 华北：过剩超过50%；西北、东北：过剩超过40%
- 西南、中南：过剩超过20%；华东：过剩超过15%

孰料产能分布图



资料来源: 中国水泥网, 申万宏源研究

三北地区产能利用率 (%)



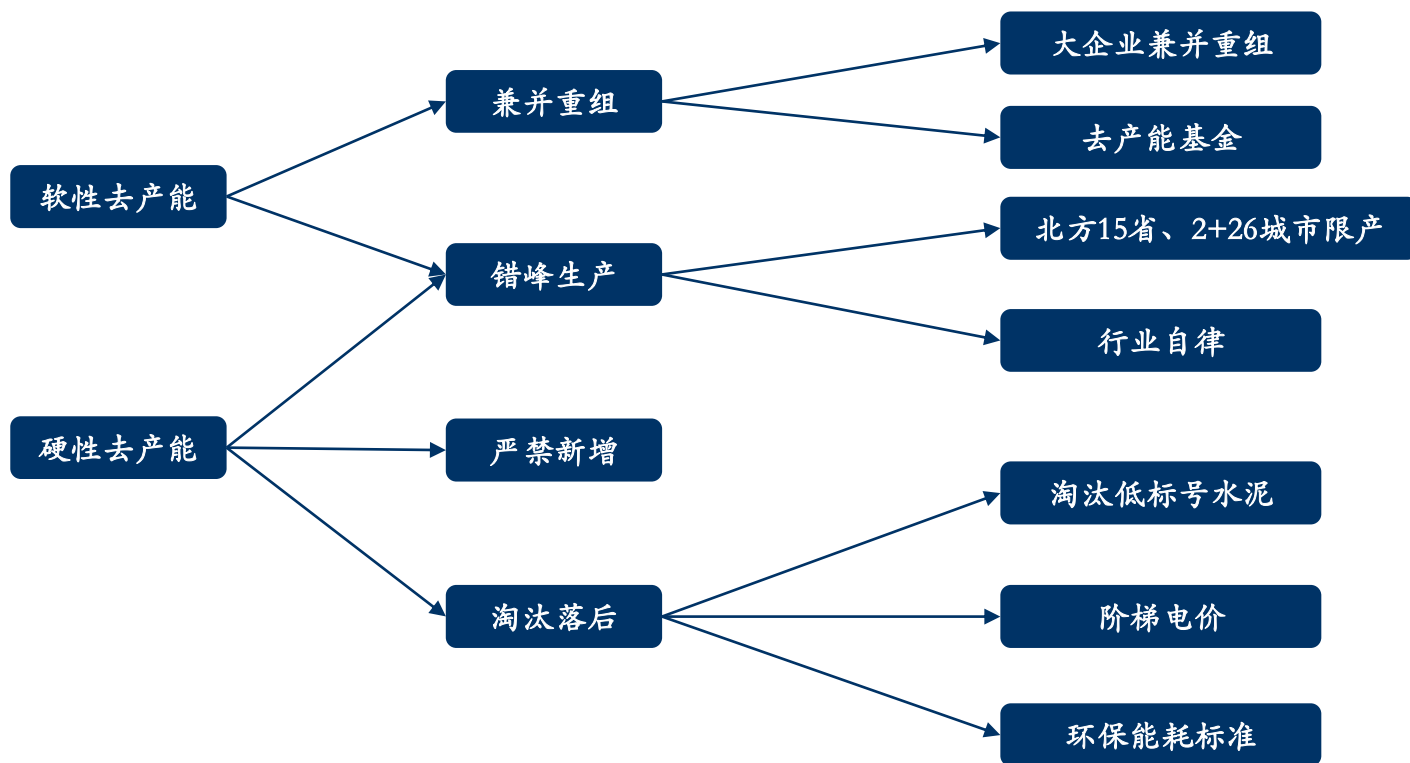
资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

1.2.1 供给：供给侧是现阶段主旋律

■ 供给侧政策攻坚（2016年34号文）：

原则：利用市场倒逼机制压减过剩产能

举措：严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产



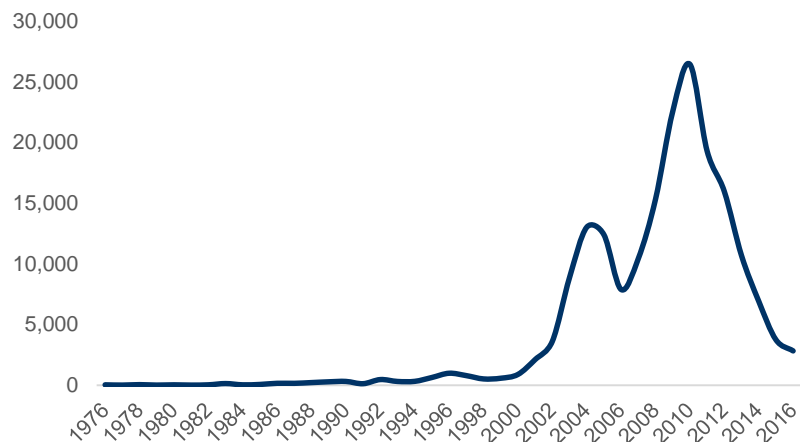
资料来源：申万宏源研究

1.2.2 供给：存量时代去产能之路举步维艰

■ 行业面对的供给现状：

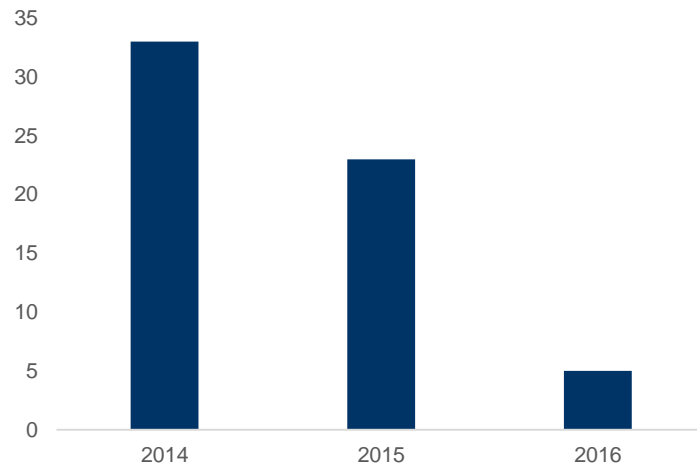
- 容易淘汰的淘汰完毕，产能存量庞大
- 兼并重组成本抬升，横向整合趋缓

1976-2016年中国新增产能 (单位：万吨)



资料来源: 中国水泥网, 申万宏源研究

2014-2016年企业并购数量 (单位：个)



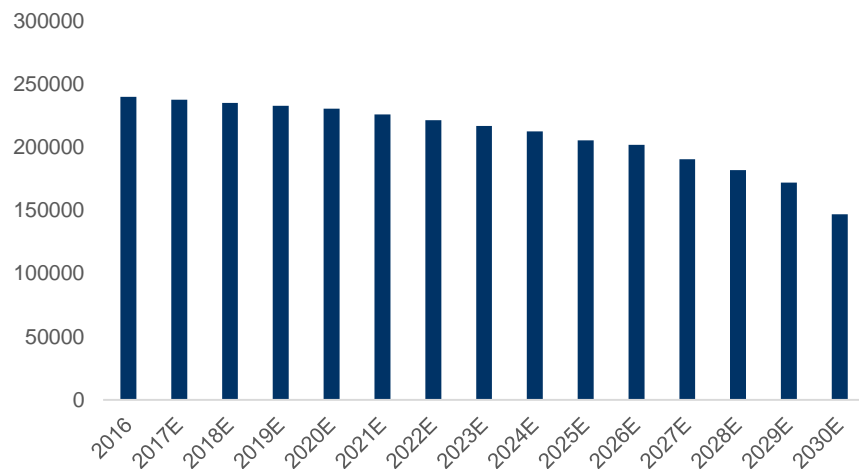
资料来源: 中国水泥网, 申万宏源研究

1.3.1 需求：“十三五”水泥需求进入高位平台期



- 2014年，我国水泥产量24.8亿吨，需求见顶回落
- “十三五”基建是水泥需求的最大支撑，拉动水泥需求贡献率进一步提升，水泥总需求平均23亿吨

我国水泥消费量预测(单位：万吨)



“十三五”基建投资

分类	十二五	十三五	年均增长	水泥消费增量
交通投资	12万亿	13.5万亿	12.50%	2亿吨
铁路	3.5万亿	3.8万亿	8.60%	0.6亿吨
公路	7万亿	8万亿	14%	1亿吨
机场	0.7万亿	0.9万亿	29%	0.2亿吨
水路	0.7万亿	0.8万亿	14%	0.2亿吨
水利	1.8万亿	2.2万亿	20%	0.3亿吨

资料来源: 中国水泥网，申万宏源研究

资料来源: 中国水泥网，申万宏源研究

1.3.2 需求：2020年后需求走弱趋势难逆

- 发达国家及中国台湾：峰值后10年需求平均下滑30%，峰值后20年需求腰斩
- 长期看需求弹性下降，若总产能不能有效削减，悲观预期下：2020年，熟料产能利用率57%；低谷期，熟料产能利用率34%

发达地区水泥产量到达峰值后变化趋势

国家	5年后%	10年后%	跌幅% (峰值后出现最低值)	最低值出现在峰值后第N年
日本	-6.85	-17.25	-51.79	20
美国	-44.49	-29.83	-44.49	5
德国	-23.81	-30.95	-52.24	34
法国	-11.29	-30.09	-46.03	23
英国	-20.4	-31.75	-56.71	36
意大利	-46.18		-54.74	7
中国台湾	-25.99	-46.91	-62.82	16
平均	-25.57	-31.13	-52.69	20.14

资料来源: 中国水泥网, 申万宏源研究

1.3.3 供给侧促使中国水泥提前进入平衡联盟阶段

■ 供给侧效应使中国水泥在集中度未达标时提前进入平衡联盟阶段

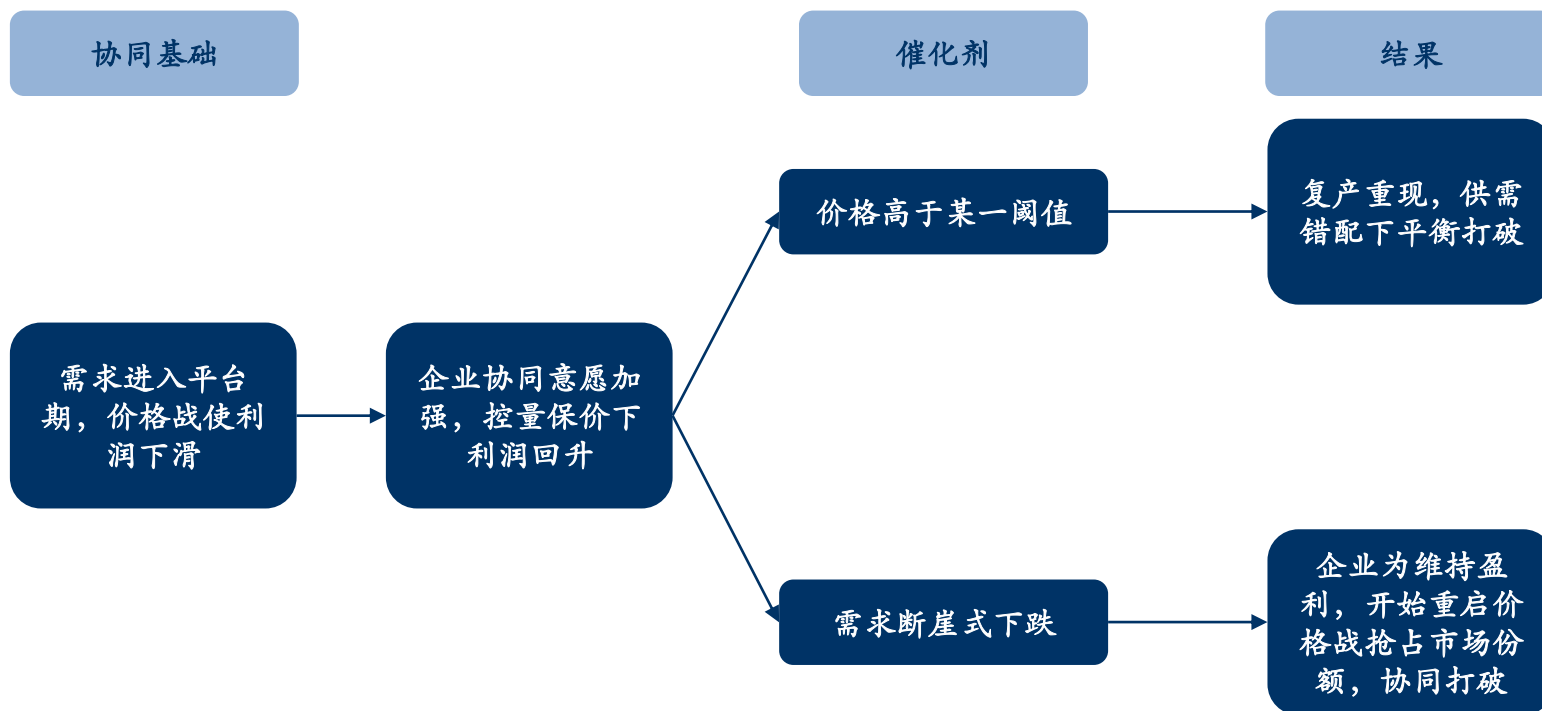


资料来源: 申万宏源研究

1.4 中国水泥未来走势预判关键看催化点

■ 行业协同可持续两大假设：

- 需求不发生断崖式下跌
- 企业市场份额基本稳定



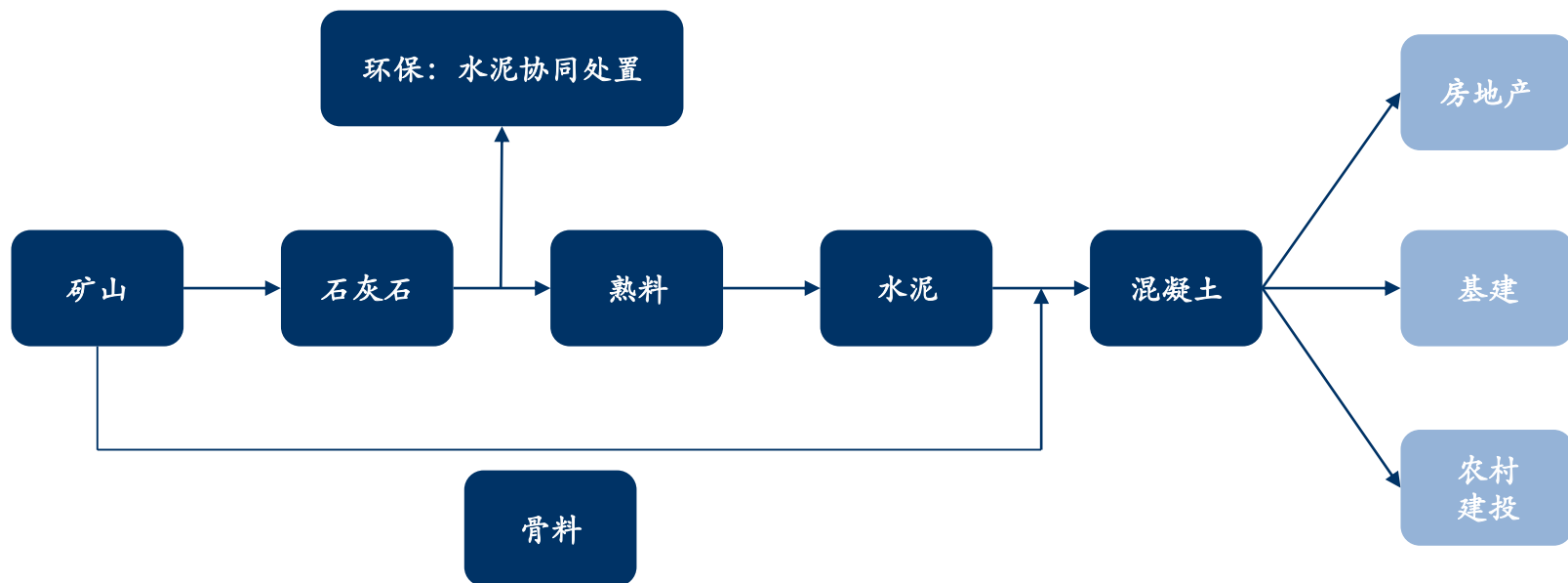
资料来源: 申万宏源研究

主要内容

1. 从行业发展看水泥
2. 从产业链看水泥
3. 从细分领域看水泥
4. 从投资角度看水泥

2.1 从水泥产业链寻找机会

- 水泥产业链：上游石灰石，中游“两磨一烧”，下游混凝土，两端骨料、环保并行



资料来源: 申万宏源研究

2.2 国际巨头产业链延伸领先

国内外龙头营收结构占比对标

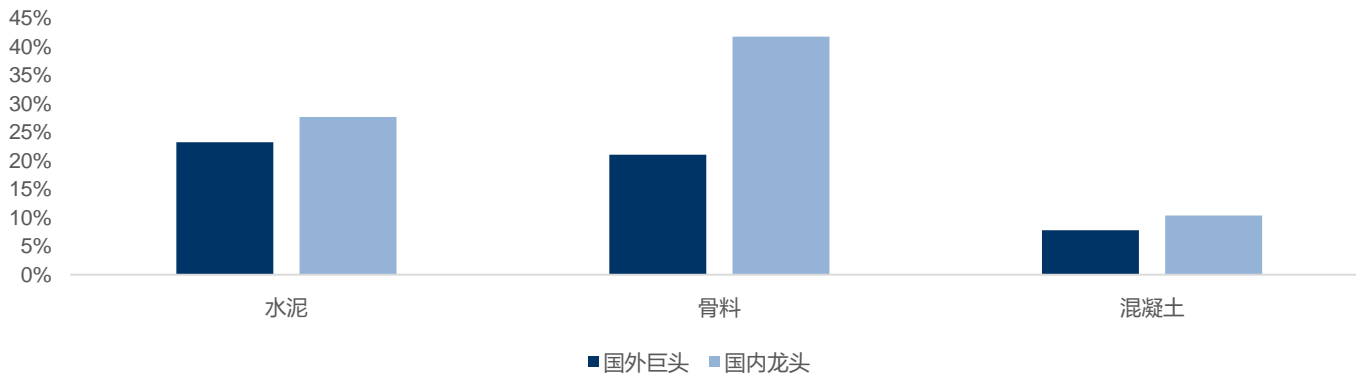
	水泥熟料	骨料	混凝土	新型建材	其他（环保）
中国建材	60%	0%	21%	10%	9%
海螺水泥	96%	1%	-	-	4%
冀东水泥	94%	-	-	-	6%
华新水泥	88%	2%	5%	-	5%
拉法基豪瑞	62%	10%	28%	-	-
海德堡	47%	24%	26%	-	2%
西麦斯	40%	13%	31%	-	17%
布兹由尼斯	63%		37%	-	-

资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

2.3 国际巨头“后成长期”战略主线类似

- “聚焦水泥主业+纵向整合+全球化扩张”是海外水泥巨头经营发展演绎之战略主线：
 - 聚焦水泥主业，剥离非核心资产并横向整合水泥业务（提升规模和市场份额）
 - 注重纵向整合，产业链延伸至骨料和混凝土业务
 - 全球化扩张同时不断提升新兴市场业务权重

水泥、骨料、混凝土领域国内外巨头毛利率对比



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

主要内容

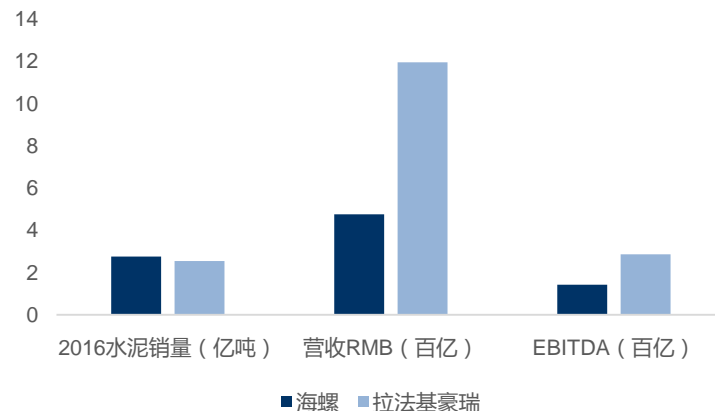
1. 从行业发展看水泥
2. 从产业链看水泥
3. 从细分领域看水泥
4. 从投资角度看水泥

3.1.1 水泥：海螺水泥 VS 拉法基豪瑞

■ 水泥主业：

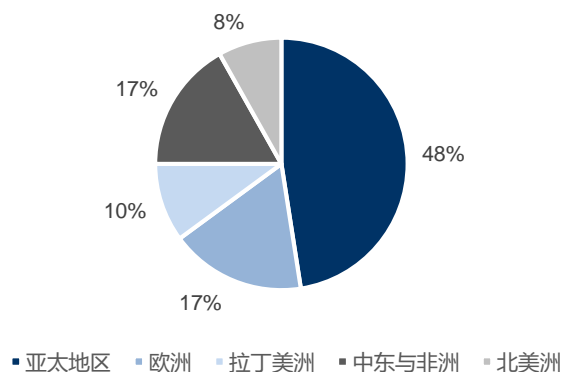
- 产量：海螺 > 拉豪
- 利润率：海螺 >> 拉豪
- 营收（价格）：拉豪 >>> 海螺
- 布局：拉豪 >>> 海螺

海螺、拉法基销量、营收、EBITDA对比



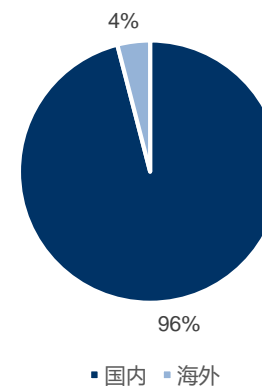
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

拉法基豪瑞全球业务布局



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

海螺水泥国内外业务布局



资料来源: Wind, 申万宏源研究

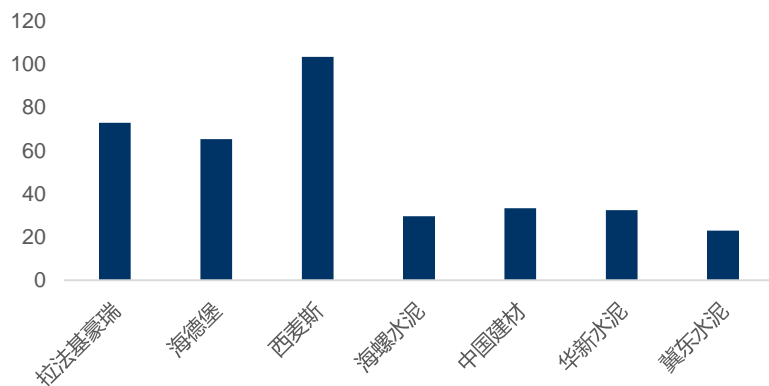
3.1.2 水泥：价格是中国水泥痛点所在

■ 价格：跨国巨头水泥售价高出国内巨头近70%

- 国内人力成本低，平均低15%
- 整体物价水平与发达国家差距明显
- 主要因素：集中度低；供给严重过剩

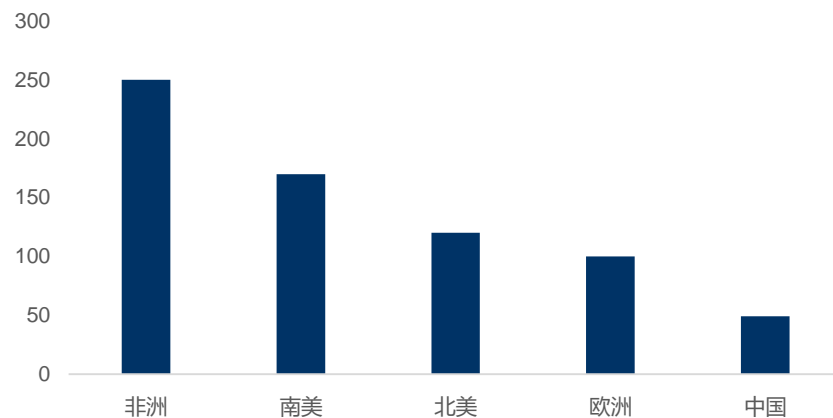
■ 长线看水泥价格逐渐向高价靠拢（无论是市场化、还是政策推力）

2016国际巨头水泥吨出厂价对比（元/吨）



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

中国与国际各大洲水泥平均价格对比（美元/吨）



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

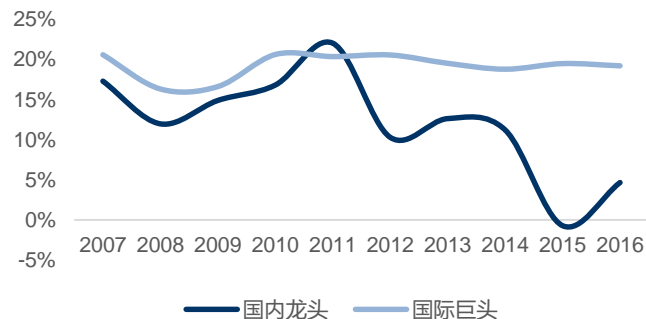
3.1.3 水泥：国际化是成熟阶段必经之路

■ 利润稳定性：跨国巨头优于国内巨头

- 布局分散，市场风险相互对冲
- 集中度高，控量保价可执行度高

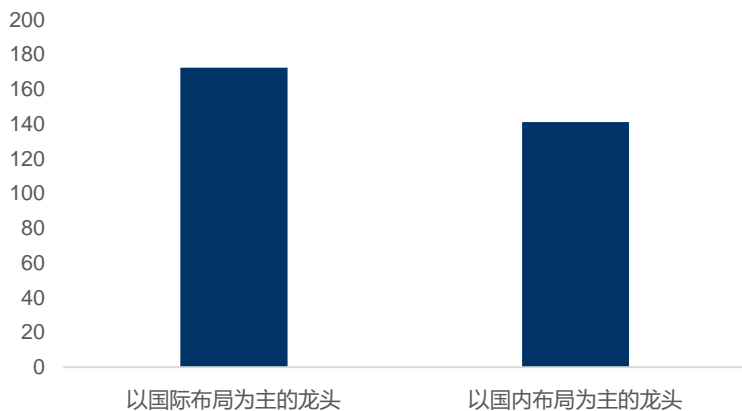
■ 国际化是市场进入成熟阶段必经之路

国内外巨头ebitda ratio对比



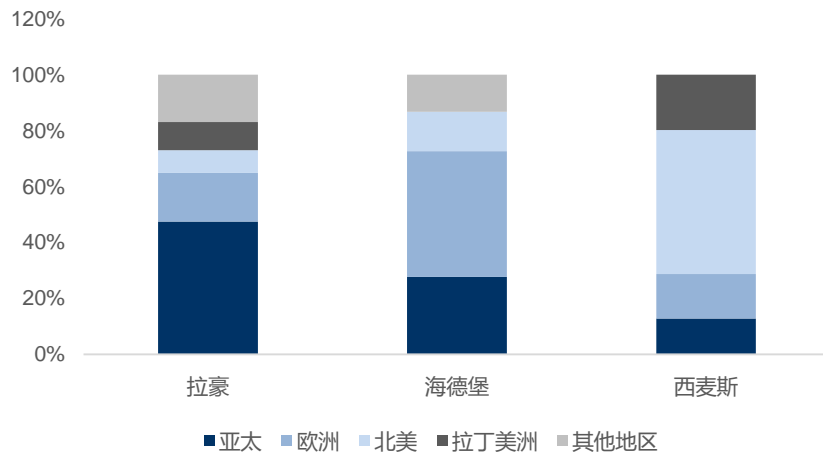
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

国内外龙头企业EV/Capacity对比



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

国际巨头销量布局

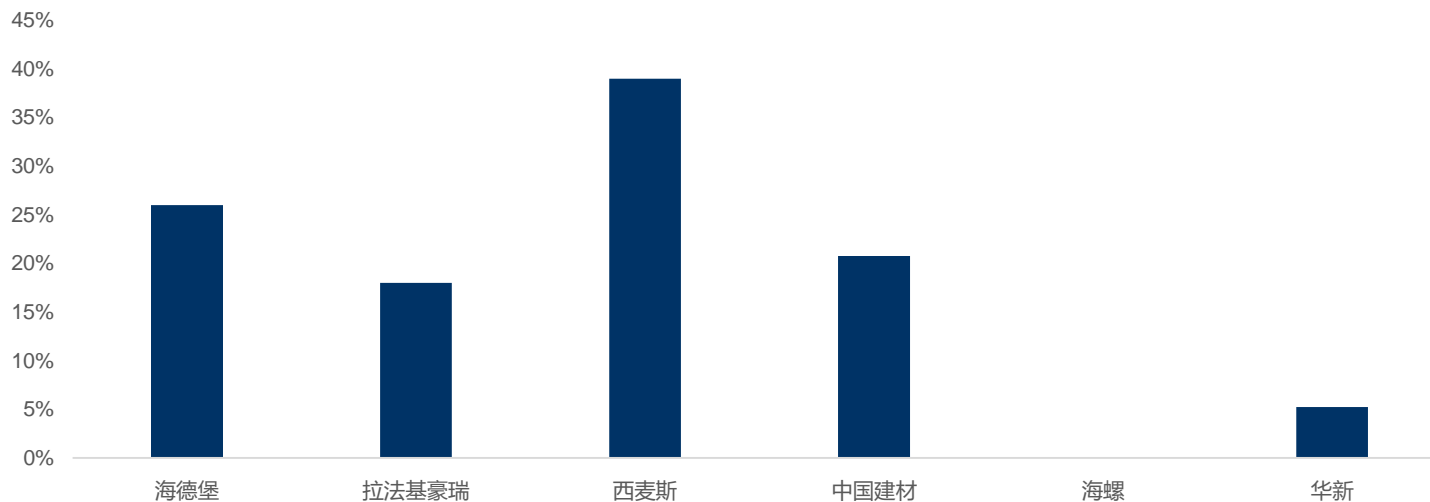


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

3.2.1 混凝土：纵向整合具备协同优势

- **混凝土是水泥的纵向延伸，有明显的协同效应：**
 - 可以贴近下游终端客户，稳定水泥销量及价格
 - 充分发挥水泥业务的规模优势，加强对预拌混凝土成本控制
 - 水泥企业优质的现金流可以弥补混凝土企业应收账款问题

国际水泥巨头混凝土业务占比

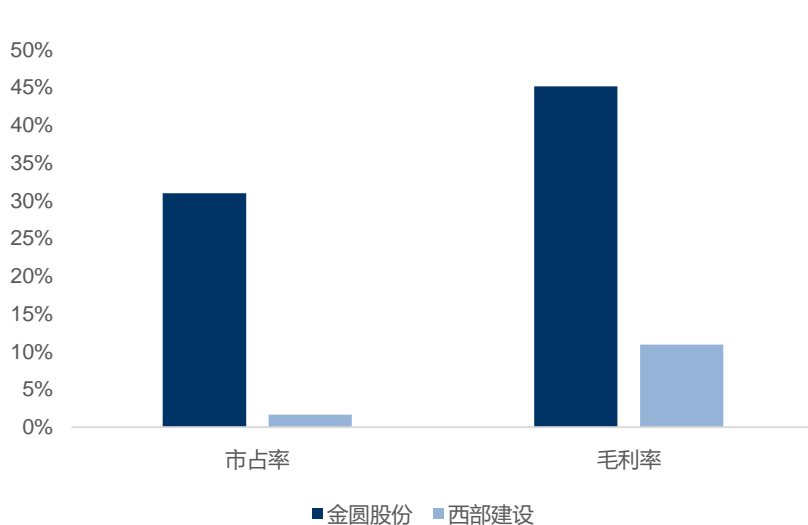


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

3.2.2 混凝土：国内混凝土问题重重

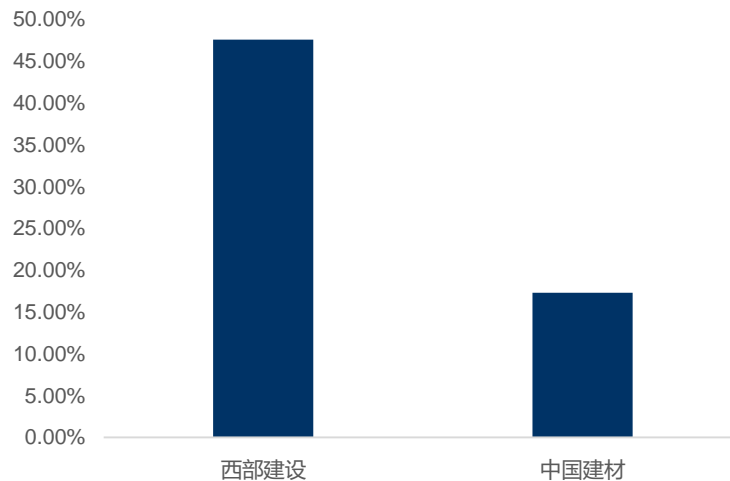
- 病症：（1）行业集中度低，小而乱
（2）利润两头受挤压，议价权弱，应收账款多
- 结果：规模化混凝土企业背靠上游协同的水泥企业或下游绑定的建工企业；竞争环境不公平大背景下，水泥企业竞争力不及建工企业

金圆股份、西部建设混凝土业务市占率、毛利率对比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

西部建设、中国建材混凝土业务开工率



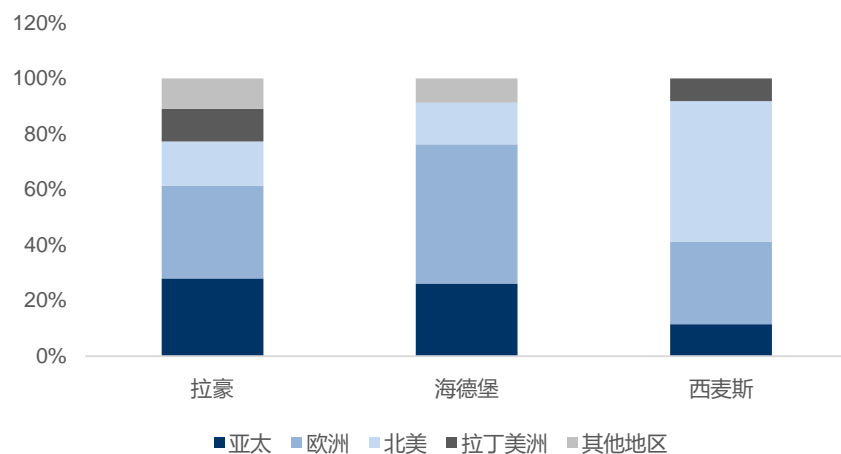
资料来源: Wind, 申万宏源研究

3.2.3 混凝土：成熟市场环境是发展的先决条件

■ 国外水泥巨头混凝土布局主要集中在发达地区：

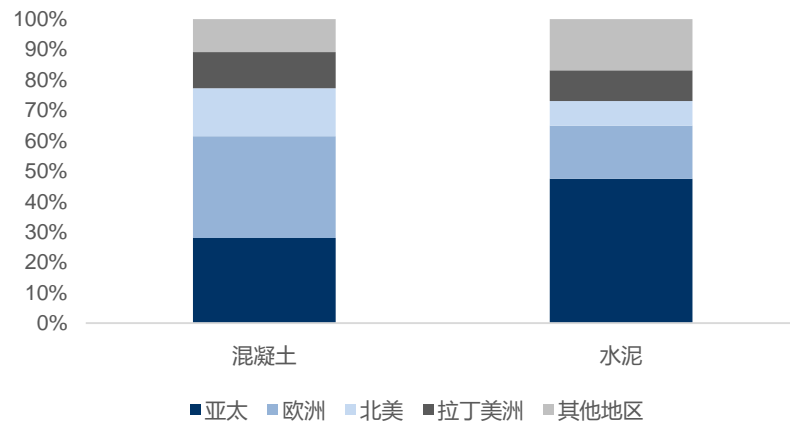
- 成熟市场下游客户一般综合考虑区域地理位置、产品质量、服务可靠性和价格等因素遴选供货商
- 市场竞争环境相对公平，业主也普遍遵守一致的管理和运营标准，行业运行相对稳定

国外巨头混凝土业务全球占比



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

拉豪水泥、混凝土业务全球占比



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

3.2.4 混凝土：延伸重在择时，布局不急于一时

■ 水泥企业混凝土布局不急于一时：

- 国外巨头涉足混凝土多以并购为主导，先发优势不显著
- 混凝土行业准入门槛提升后有利于优化竞争环境
- 外国巨头整合后，利润水平并无明显提升，实际协同效应有待验证

国际巨头纵向延伸业务汇总

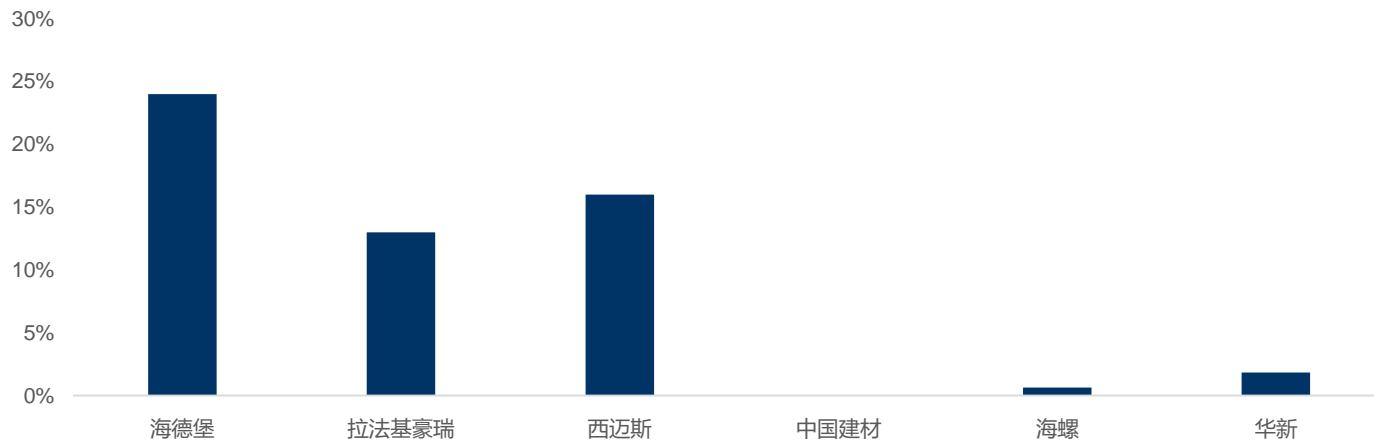
收购方	收购标的	标的市场	收购时间
Lafarge	Redland	英国、北美	1998 发力法国、英国、美国和加拿大的骨料和混凝土业务
Holcim	Associated Cement	英国	2005 壮大英国和美国骨料业务规模
Cemex	RMC Group	欧洲	2005 彼时RMC是欧洲最大的水泥和骨料企业之一，世界上最大的混凝土企业
Heidelberg	Hanson	英国	2007 彼时hanson是全球骨料市场龙头
Cemex	Rinker Group	澳大利亚	2007 地域重点转向亚太，骨料和混凝土业务占比进一步提升
Holcim	CEMEX Australia	澳大利亚	2009 收购CEMEX澳大利亚业务（含80个骨料厂和250个预拌混凝土搅拌站）
Heidelberg	Italcement	意大利	2015 通过并购，海德堡水泥成为全球第一大骨料制造商、第二大水泥制造商、第三大预制混凝土制造商。

资料来源 Bloomberg，申万宏源研究

3.3.1 骨料：成本端协同优势显著

- “骨料+水泥+混凝土”可打造全产业链一体化优势：
 - 骨料业务可与水泥业务共享人力、物流等资源，形成协同效应
 - 骨料是混凝土的主要原材料，可以绑定销量及价格

国际巨头骨料业务占比

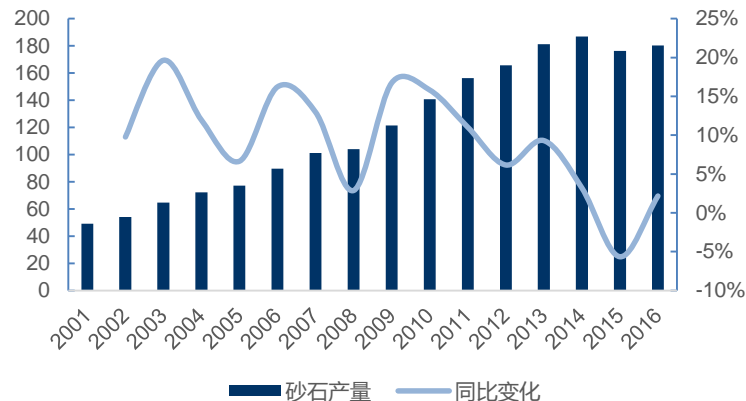


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

3.3.2 骨料：规模化是未来趋势

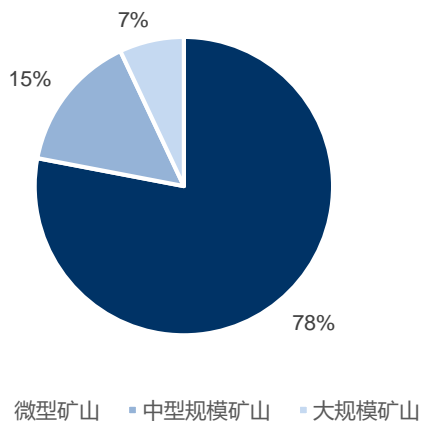
- 国内砂石消耗量占全球消费量超过50%，有万亿元空间
- 生产企业超过2万家，中小微型企业为主导
- 未来集约式和规模化是发展趋势

砂石骨料产量（亿吨）



资料来源: 中国砂石骨料网，申万宏源研究

国内不同规模矿山占比



资料来源: 中国砂石骨料网，申万宏源研究

全国千万吨骨料生产企业汇总

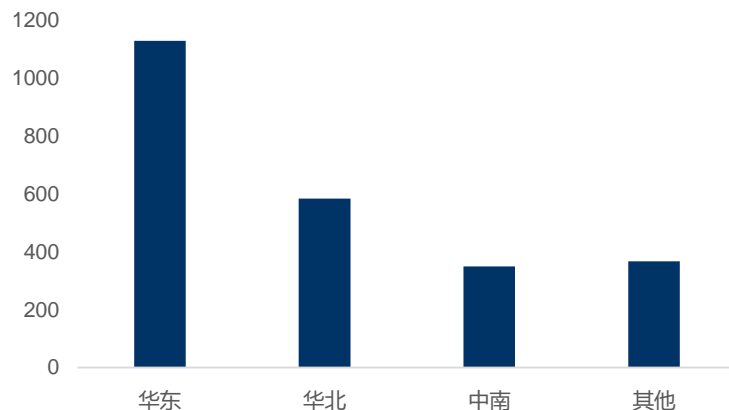
名称	年产能 (万吨)	备注	名称	年产能 (万吨)	备注
中电建池州	7000	建设中	华新骨料	1650	已投产
日昌升矿业九江	6000	规划中	浙江康介山矿业	1000	已投产
金隅冀东	7000	已投产	广州东升实业	1000	已投产
河南安阳中联	2000	已投产	湖南凡泰矿业	1000	已投产
河南国联矿业	2000	已投产	湖北焜石骨料	1000	已投产
瑞德保尔	2000	已投产	湖北民本矿业	1000	已投产
海螺骨料	2490	已投产	湖州德宁矿业	1000	已投产
福建松下码头	2000	已投产	安徽雷鸣矿业	1200	建设中

资料来源: 中国砂石骨料网，申万宏源研究

3.3.3 骨料：行业窗口期价值凸显

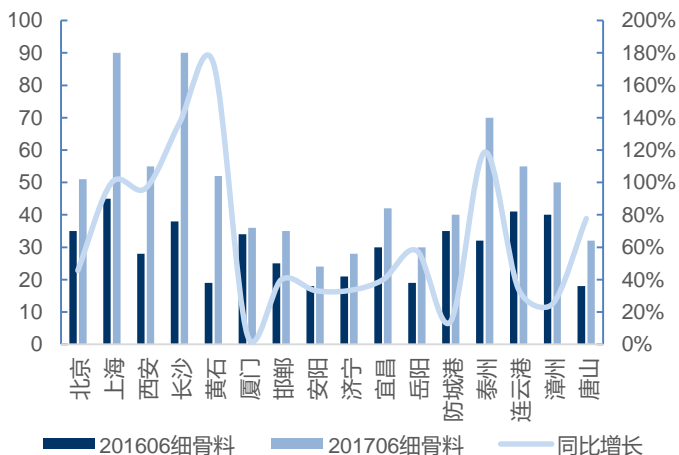
- 全国砂石矿山超过2万个，2016年至今年6月底，关停数量超3000个
- 环保趋严，行业进入黄金窗口期，部分企业毛利超过70%
- 优胜劣汰背景下，市场开始倒逼砂石产业链整体升级

2016年至2017年中产线淘汰约3000条（单位：条）



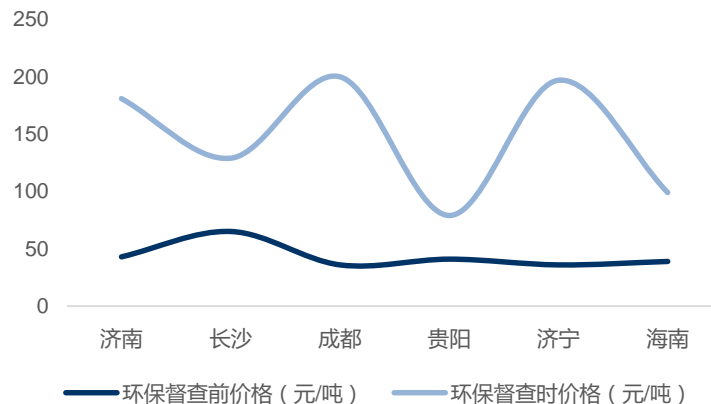
资料来源：中国砂石骨料网，申万宏源研究

2016年6月、2017年6月骨料价格对比（元/吨）



资料来源：中国砂石骨料网，申万宏源研究

环保巡查阶段骨料价格波动

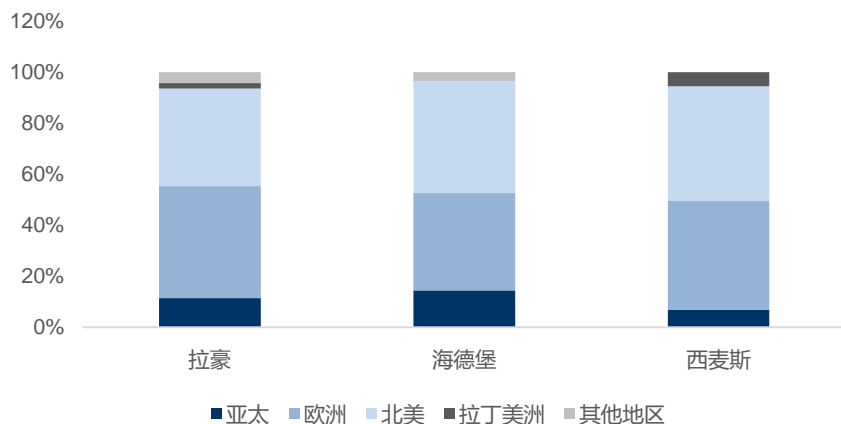


资料来源：中国砂石骨料网，申万宏源研究

3.3.4 骨料：行业景气度与国际巨头经营出现分歧

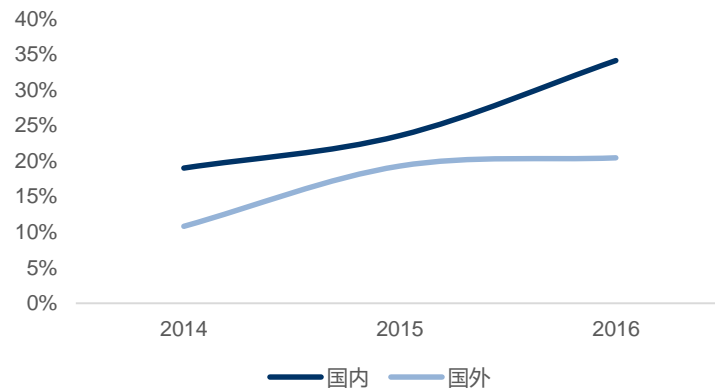
- 和混凝土类似，考虑市场竞争环境，国际巨头布局以成熟市场为主，但因为骨料不具备下游需求绑定优势，区域化趋势更显著
- 中国特色供给侧逻辑下，环保高压进入常态化，中期看，骨料行业景气度或颠覆国际巨头的成熟市场优势理论

2016年国际巨头的骨料业务区域布局



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

2014年-2016年国内外骨料毛利剪刀差继续放大

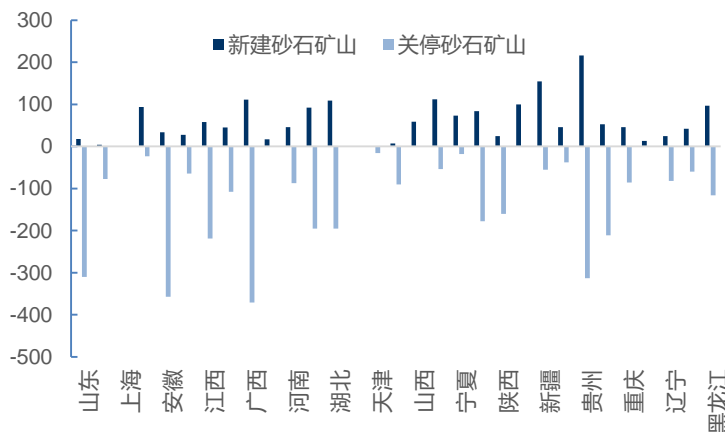


资料来源: 中国砂石骨料网, 申万宏源研究

3.3.5 骨料：进入壁垒抬升限制水泥企业规模化布局

- 短期看，行业进入黄金窗口期，各类资本关注度强
- 中期看，新批矿山日趋严格，规模生产难度大
- 长期看，对标国外巨头，毛利将回到合理区间

新批产线远不及关停项目（单位：个）



资料来源: 中国砂石骨料网，申万宏源研究

部分涉足骨料产业资本代表

公司	属性	公司	属性
一创摩根	公募基金	稠州银行	金融投行
浙银资产	私募基金	海螺水泥	上市资本
恒生基金	私募基金	华新水泥	上市资本
格局资本	私募基金	雷鸣科化	上市资本
工商银行	金融投行	宏大爆破	上市资本
民生银行	金融投行	西部建设	上市资本
平安银行	金融投行	金隅冀东	上市资本

资料来源: 中国砂石骨料网，申万宏源研究

3.4.1 环保：环保升级下危废成盈利新增长点

- 水泥窑处置危废，吨净利有望达1000元，利润丰厚
- 我国危废年处理规模超2500亿元，供需缺口超过5000万吨
- 截止2017.5月底，涉足危废水泥企业仅35家，比重占危废处置企业不足2%，处理能力200万吨，不足总经营规模的4%，景气度有保障

国内水泥窑峰值口径可处理危废规模不超2500万吨

水泥窑熟料产能（吨/日）	条数	危废处置能力（万吨/年）	总处置能力（万吨/年）
2000-2999	611	3	1,833
3000-3999	118	5	590
4000-9999	736	10	7,360
10000 以上	11	20	220
总计			10,003
改造比例			20%
增加处置产能（万吨/年）			2,001
协同处置单价（万元/万吨*年）			2,000
运营市场空间（亿元）			400

资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

3.4.2 环保：危废或改变中长期水泥行业格局

- 水泥窑处置相对于传统工艺，成本端和环保端均有绝对优势
- 中长期看，危废处置能力/水泥产能占比高的企业有望在盈利模式上打破现有水泥企业成本为王的传统平衡，在行业优胜劣汰中占据优势

水泥窑处置危废经济优势

经济优势

初始投资：水泥窑协同处置单位投资额仅为新建/扩建专业焚烧炉的1/4左右

运营费用：传统焚烧处置的费用一般为5000-6000元/吨，而水泥窑的处置费用仅为2000-4000元/吨

建设周期：水泥窑协同处置危废项目是在现有的水泥生产线上进行，缩短建设周期。

原料替代：根据废物热值大小和灰分含量，可以替替代混合材和燃料，降低成本。

盈利能力：盈利性高于传统水泥生产：净利润有翻番空间

资料来源: 申万宏源研究

3.4.3 环保：处置生活垃圾依然处于博弈阶段

- 水泥窑协同处置垃圾难以盈利（部分处理成本高达180元/吨）
- 一二线城市生活垃圾多被垃圾厂垄断
- 政策鼓励，但配套制度缺失（要求不低于10%生产线进行协同处置），目前通过水泥窑处置的生活垃圾比例不足3%

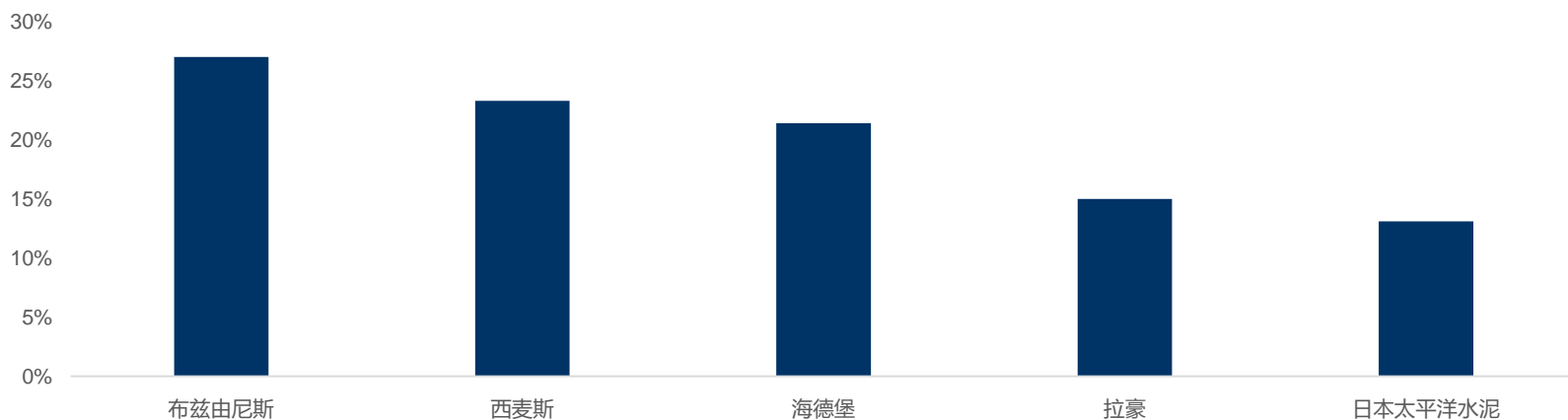
- 未来催化点：
 - 准入机制逐步完善
 - 财税补贴配套政策完善：如通过电价优惠等政策进行补贴

- 预计短期内，企业参与性仍不强

3.4.4 环保：国外水泥窑协同处置历史悠久

- 20世纪70-80年代，豪西蒙已开始研制水泥窑协同处置业务
- 1994年美国共37家水泥厂处理了近300万吨危险废物，一年焚烧的工业危险废物是焚烧炉处理的4倍之多；挪威协同处置危险废物的水泥厂覆盖率更是为100%
- 目前，发达国家已约有2/3的水泥厂使用替代燃料，可燃废物在水泥工业中的应用替代比例平均达20%

国外巨头燃料替代比例



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

主要内容

1. 从行业发展看水泥
2. 从产业链看水泥
3. 从细分领域看水泥
4. 从投资角度看水泥

4.1 全球产业链估值表

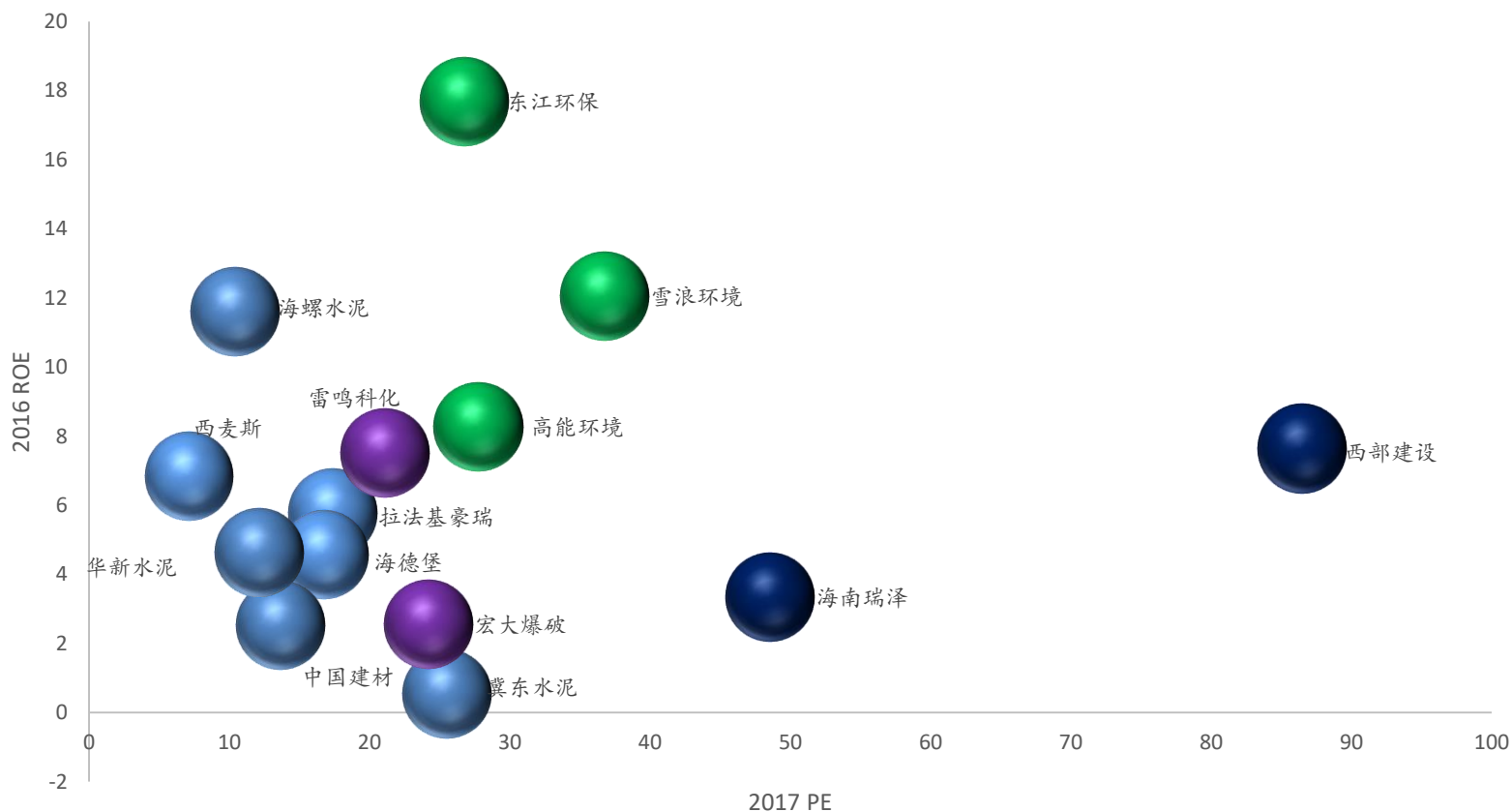
分类	公司代码	公司名称	股价	总市值(亿元)	ROE (%)	EPS			PE		
			11月17日			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
国际巨头	LHN.SIX	拉法基豪瑞	55.15	334.71	5.76	3.18	3.74	4.42	17	15	12
	HEI.F	海德堡	92.33	183.19	4.55	5.50	6.89	8.10	17	13	11
	CX.N	西麦斯	7.85	110.21	6.84	1.10	1.16	1.43	7	7	5
水泥	3323.HK	中国建材	7.28	393.05	2.53	0.53	0.58	0.64	14	13	11
	600585.SH	海螺水泥	28.34	1520.10	11.60	2.72	2.78	3.02	10	10	9
	600801.SH	华新水泥	13.96	176.15	4.61	1.15	1.31	1.47	12	11	9
	000401.SZ	冀东水泥	13.96	188.11	0.53	0.55	0.80	0.97	26	17	14
混凝土	002302.SZ	西部建设	14.36	148.23	7.63	0.17	0.39	0.68	87	36	21
	002596.SZ	海南瑞泽	11.59	113.06	3.34	0.24	0.40	0.54	49	29	21
环保	002672.SZ	东江环保	15.30	124.88	17.67	0.57	0.73	0.91	27	21	17
	603588.SH	高能环境	14.19	93.96	8.27	0.51	0.75	1.02	28	19	14
	300385.SZ	雪浪环境	28.83	34.60	12.04	0.78	1.12	1.49	37	26	19
骨料相关	600985.SH	雷鸣科化	12.36	37.10	7.51	0.59	0.95	1.27	21	13	10
	002683.SZ	宏大爆破	7.43	52.12	2.55	0.31	0.38	0.46	24	19	16

资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

4.2 投资性分析

■ 从ROE和PE两个维度筛选：

环保 > 全产业链国际巨头 > 骨料 > 水泥 > 混凝土



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

4.3 投资建议：2018年从三个维度看水泥

■ 2018年水泥行业投资建议：

■ “十三五”水泥需求进入平台期，产能过剩背景下南北格局分化日渐明显，供给端去产能进入攻坚阶段，明年利润水平有望较今年继续小幅提升，但弹性不大。从全球产业链看中国水泥现状，我们认为明年水泥行业投资机会主要关注3个方向：

- 在供给侧逻辑下需求依然有弹性的区域龙头，具备横向整合实力和国际化布局基础的量价齐升标的；
- 骨料业务布局早，有望继续扩张实现规模化的纵向整合标的；
- 水泥窑符合危废改造标准且拥有环保平台资源的估值重塑标的；

■ 相关推荐：海螺水泥；华新水泥；祁连山

重点公司估值表

代码	公司	股价					EPS				PE	
		11月17日	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E		
600585.SH	海螺水泥	28.34	1.61	2.72	2.78	3.02	18	10	10	9		
600801.SH	华新水泥	13.96	0.30	1.15	1.31	1.47	47	12	11	9		
600720.SH	祁连山	10.52	0.21	0.80	0.97	1.10	50	13	11	10		

资料来源: 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxw@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

刘晓宁
Liuxn@swsresearch.com